

合景泰富 (1813 HK, HK\$5.09 目標價: HK\$6.90, 買入) — 2016年增幅料放緩

- ❖ **2015年基礎盈利較我們預期少10.8%**。因為2015年交付面積由2014年的84萬平方米下降至2015年的55萬平方米，2015年營業額減少20.3%至83.4億元(人民幣·下同)，毛利率由2014年的35.5%輕微上升至2015年的36.1%。不過，2015年來自聯營公司及合營企業的貢獻增加25.3%至19.3億元，帶動2015年基礎營利增加0.7%至26.0億元。公司將每股股息由2014年的0.33元下降至0.29元。
- ❖ **2016年銷售目標溫和上升**。2015年的銷售金額及面積分別為202億元及152萬平方米，因為2個北京的項目推售日期延後，2015年的銷售金額比銷售目標225億元為少。以370億元的可售資源及59.5%的銷售比計算，合景泰富計劃2016年的銷售目標為220億元。於1線城市的項目佔2016年的可售資源57%，有助完成全年的銷售目標。2016年將有5個新項目推出，包括北京通州I和II、廣西合景國際金融廣場、廣州金融城項目、上海浦東項目以及杭州科技城IV。
- ❖ **1,010萬平方米的土地儲備於國內11個城市**。合景泰富在2015年新增3個項目，總應佔權益土地儲備為102萬平方米。公司目前在國內11個城市投資共56個項目，總應佔權益土地儲備為1,010萬平方米，平均土地成本為每平方米3,300元，相等於2015年銷售均價的24.8%，可保證未來的高利潤。主席表示2015年減派股息是準備在2016年加快購買土地。
- ❖ **負債仍可控**。淨負債比率由2014年的66.8%上升至2015年的69.0%，總借貸金額為280億元，在岸及離岸借貸分別為56比44。合景泰富在2015年12月成功發行33億元國內債，可改善公司債務結構及降低借貸成本，總借貸成本由2014年的8.3%下降至2015年的7.4%。因為約14%的總借貸或相等於40億元貸款今年到期，合景泰富的財政狀況仍然健康。
- ❖ **上升評級**。合景泰富給予2016年的交付目標增長為10%，我們分別將2016年及2017年的盈利預測下調23.0%至28.8億元及23.9%至40.0億元。我們2016年底的每股資產淨值預測為13.8港元，以資產淨值折讓50%計算，因此目標價由6.24港元上調至6.90港元。股價由年初至今下跌11.7%，評級由「持有」調升至「買入」。

合景泰富 (1813 HK)

評級	買入
收市價	HK\$5.09
目標價	HK\$6.90
市值(港幣百萬)	15,252
過去3月平均交易(港幣百萬)	32
52周高/低(港幣)	8.7/4.25
發行股數(百萬)	2,996
主要股東	孔健岷(60.8%)

來源: 彭博

股價表現

	絕對	相對
1月	11.5%	10.3%
3月	-9.7%	6.2%
6月	11.3%	29.3%

來源: 彭博

過去一年股價



來源: 彭博

財務資料

(截至12月31日)	FY14A	FY15A	FY16E	FY17E	FY18E
營業額(百萬元人民幣)	10,466	8,340	14,586	18,767	23,164
淨利潤(百萬元人民幣)	3,271	3,416	2,878	3,997	4,709
每股收益(人民幣)	1.122	1.151	0.961	1.334	1.571
每股收益變動(%)	18	3	(17)	39	18
市盈率(x)	3.9	3.8	4.5	3.2	2.8
市帳率(x)	0.6	0.6	0.5	0.5	0.4
股息率(%)	7.6	6.7	7.4	9.7	10.4
權益收益率(%)	16.0	15.3	11.8	14.6	15.3
淨財務槓桿率(%)	66.8	69.0	66.3	65.3	64.4

來源: 公司、招銀國際證券預測

利潤表

年結: 12月31日 (百萬人民幣)	FY14A	FY15A	FY16E	FY17E	FY18E
收入	10,466	8,340	14,586	18,767	23,164
物業發展	9,770	7,563	13,631	17,580	21,580
投資物業	147	154	174	325	652
酒店	332	367	501	527	553
其他	216	255	280	335	380
銷售成本	(6,748)	(5,330)	(9,362)	(12,072)	(14,980)
毛利	3,718	3,009	5,224	6,695	8,185
銷售費用	(298)	(277)	(408)	(450)	(533)
行政費用	(794)	(775)	(875)	(938)	(1,112)
其他收益	(214)	72	47	69	85
息稅前收益	2,411	2,031	3,988	5,375	6,625
融資成本	(6)	(10)	(23)	(24)	(25)
聯營公司	1,542	1,933	755	1,064	1,103
特殊收入	699	710	-	-	-
稅前利潤	4,646	4,662	4,719	6,415	7,703
所得稅	(1,377)	(1,249)	(1,778)	(2,347)	(2,888)
非控制股東權益	4	3	(63)	(72)	(106)
淨利潤	3,273	3,416	2,878	3,997	4,709
核心淨利潤	2,577	2,596	2,878	3,997	4,709

來源: 公司、招銀國際證券預測

資產負債表

年結: 12月31日 (百萬人民幣)	FY14A	FY15A	FY16E	FY17E	FY18E
非流動資產	30,035	37,190	36,650	39,630	38,130
物業、廠房及設備	4,524	4,613	4,950	5,350	5,880
投資物業	7,046	9,550	10,500	11,400	12,800
聯營公司	17,390	21,830	20,000	21,500	18,000
無形資產	-	-	-	-	-
其他	1,075	1,197	1,200	1,380	1,450
流動資產	41,512	42,492	48,711	50,924	55,659
現金及現金等價物	10,871	12,566	13,811	14,484	13,909
應收貿易款項	2,087	2,265	2,700	3,200	3,500
存貨	28,385	27,429	32,000	33,000	38,000
關連款項	0	29	-	-	-
其他	168	203	200	240	250
流動負債	28,048	32,190	34,800	34,900	33,600
借債	3,465	3,983	5,000	5,400	5,800
應付貿易賬款	9,948	9,562	11,300	12,700	12,800
應付稅項	3,933	4,719	4,500	4,800	5,000
關連款項	10,701	13,926	14,000	12,000	10,000
其他	-	-	-	-	-
非流動負債	23,063	25,133	26,161	28,211	29,291
借債	21,048	24,015	25,000	27,000	28,000
遞延稅項	1,013	1,116	1,150	1,200	1,280
其他	1,002	2	11	11	11
少數股東權益	21	18	25	30	35
淨資產總值	20,416	22,341	24,375	27,413	30,863
股東權益	20,416	22,341	24,375	27,413	30,863

來源: 公司、招銀國際證券預測

現金流量表

年結: 12月31日 (百萬元人民幣)	FY14E	FY15E	FY16E	FY17E	FY18E
息稅前收益	2,411	2,031	3,988	5,375	6,625
折舊和攤銷	150	154	199	217	233
營運資金變動	(4,459)	477	(4,598)	(1,100)	(4,900)
稅務開支	(1,168)	(361)	(1,963)	(1,997)	(2,608)
其他	2,689	3,264	2,078	(429)	(1,567)
經營活動所得現金淨額	(376)	5,564	(296)	2,066	(2,216)
購置固定資產	(542)	(2,767)	(1,405)	(1,317)	(1,983)
聯營公司	(1,882)	(4,440)	1,830	(1,500)	3,500
其他	-	-	-	-	-
投資活動所得現金淨額	(2,424)	(7,207)	424	(2,817)	1,517
股份發行	-	-	-	-	-
淨銀行借貸	3,121	3,485	2,002	2,400	1,400
股息	(644)	(972)	(869)	(959)	(1,259)
其他	1,000	-	-	-	-
融資活動所得現金淨額	3,477	2,512	1,133	1,441	141
現金增加淨額	677	869	1,262	690	(558)
年初現金及現金等價物	9,414	10,094	10,946	12,191	12,865
匯兌	3	(17)	(17)	(17)	(17)
年末現金及現金等價物	10,094	10,946	12,191	12,865	12,290
受限制現金	777	1,620	1,620	1,620	1,620
資產負債表的現金	10,871	12,566	13,811	14,484	13,909

來源: 公司、招銀國際證券預測

主要比率

年結: 12月31日	FY14A	FY15A	FY16E	FY17E	FY18E
銷售組合 (%)					
物業發展	93.4	90.7	93.5	93.7	93.2
投資物業	1.4	1.9	1.2	1.7	2.8
酒店	3.2	4.4	3.4	2.8	2.4
其他	2.1	3.1	1.9	1.8	1.6
總額	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
盈利能力比率 (%)					
毛利率	35.5	36.1	35.8	35.7	35.3
稅前利率	44.4	55.9	32.4	34.2	33.3
淨利潤率	31.3	41.0	19.7	21.3	20.3
核心淨利潤率	24.6	31.1	19.7	21.3	20.3
有效稅率	29.6	26.8	37.7	36.6	37.5
增長 (%)					
收入	10.5	(20.3)	74.9	28.7	23.4
毛利	8.3	(19.0)	73.6	28.2	22.3
息稅前收益	(3.3)	(15.8)	96.4	34.8	23.3
淨利潤	19.1	4.4	(15.7)	38.9	17.8
核心淨利潤	20.1	10.0	0.7	10.9	38.9
資產負債比率					
流動比率 (x)	1.5	1.3	1.4	1.5	1.7
平均應收賬款周轉天數	36.4	49.6	33.8	31.1	27.6
平均應付賬款周轉天數	587.8	668.0	406.7	362.8	310.7
平均存貨周轉天數	1,388.6	1,911.0	1,158.5	982.7	865.0
淨負債/ 總權益比率 (%)	66.8	69.0	66.3	65.3	64.4
回報率 (%)					
資本回報率	16.0	15.3	11.8	14.6	15.3
資產回報率	4.6	4.3	3.4	4.4	5.0
每股數據					
每股盈利(人民幣)	1.123	1.151	0.961	1.334	1.571
每股股息(人民幣)	0.330	0.290	0.320	0.420	0.450
每股賬面值(人民幣)	6.93	7.46	8.13	9.15	10.30

來源: 公司、招銀國際證券預測

免責聲明及披露

分析員聲明

負責撰寫本報告的全部或部分內容之分析員，就本報告所提及的證券及其發行人做出以下聲明：(1) 發表於本報告的觀點準確地反映有關於他們個人對所提及的證券及其發行人的觀點；(2) 他們的薪酬在過往、現在和將來與發表在報告上的觀點並無直接或間接關係。

此外，分析員確認，無論是他們本人還是他們的關聯人士（按香港證券及期貨事務監察委員會操作守則的相關定義）(1) 並沒有在發表研究報告 30 日前處置或買賣該等證券；(2) 不會在發表報告 3 個工作日內處置或買賣本報告中提及的該等證券；(3) 沒有在有關香港上市公司內任職高級人員；(4) 並沒有持有有關證券的任何權益。

招銀證券投資評級

買入	: 股價於未來 12 個月的潛在漲幅超過 15%
持有	: 股價於未來 12 個月的潛在變幅在-10%至+15%之間
賣出	: 股價於未來 12 個月的潛在跌幅超過 10%
未評級	: 招銀國際並未給予投資評級

招銀國際證券有限公司

地址: 香港中環夏慤道 12 號美國銀行中心 18 樓 1803-04 室 電話: (852) 3900 0888 傳真: (852) 3900 0800

招銀國際證券有限公司(“招銀證券”)為招銀國際金融有限公司之全資附屬公司(招銀國際金融有限公司為招商銀行之全資附屬公司)

重要披露

本報告內所提及的任何投資都可能涉及相當大的風險。報告所載資料可能不適合所有投資者。招銀證券不提供任何針對個人的投資建議。本報告沒有把任何人的投資目標、財務狀況和特殊需求考慮進去。而過去表現亦不代表未來的表現，實際情況可能和報告中所載的大不相同。本報告中所提及的投資價值或回報存在不確定性及難以保證，並可能會受標的資產表現以及其他市場因素影響。招銀證券建議投資者應該獨立評估投資和策略，並鼓勵投資者諮詢專業財務顧問以便作出投資決定。

本報告包含的任何資訊由招銀證券編寫，僅為本公司及其關聯機構的特定客戶和其他專業人士提供的參考資料。報告中的資訊或所表達的意見皆不可作為或被視為證券出售要約或證券買賣的邀請，亦不構成任何投資、法律、會計或稅務方面的最終操作建議，本公司及其雇員不就報告中的內容對最終操作建議作出任何擔保。我們不對因依賴本報告所載資料採取任何行動而引致之任何直接或間接的錯誤、疏忽、違約、不謹慎或各類損失或損害承擔任何的法律責任。任何使用本報告資訊所作的投資決定完全由投資者自己承擔風險。

本報告基於我們認為可靠且已經公開的資訊，我們力求但不擔保這些資訊的準確性、有效性和完整性。本報告中的資料、意見、預測均反映報告初次公開發佈時的判斷，可能會隨時調整，且不承諾作出任何相關變更的通知。本公司可發佈其它與本報告所載資料及/或結論不一致的報告。這些報告均反映報告編寫時不同的假設、觀點及分析方法。客戶應該小心注意本報告中所提及的前瞻性預測和實際情況可能有顯著區別，唯我們已合理、謹慎地確保預測所用的假設基礎是公平、合理。招銀證券可能採取與報告中建議及/或觀點不一致的立場或投資決定。

本公司或其附屬關聯機構可能持有報告中提到的公司所發行的證券頭寸並不時自行及/或代表其客戶進行交易或持有該等證券的權益，還可能與這些公司具有其他相關業務聯繫。因此，投資者應注意本報告可能存在的客觀性及利益衝突的情況，本公司將不會承擔任何責任。本報告版權僅為本公司所有，任何機構或個人於未經本公司書面授權的情況下，不得以任何形式翻版、複製、轉售、轉發及或向特定讀者以外的人士傳閱，否則有可能觸犯相關證券法規。

如需索取更多有關證券的資訊，請與我們聯絡。

對於接收此份報告的英國投資者

本報告僅提供給符合(I)2000年英國不時修訂之金融服務及市場法令 2005年(金融推廣)令(“金融服務令”)第19(5)條之人士及(II)屬金融服務令第49(2)(a)至(d)條(高淨值公司或非公司社團等)之機構人士，未經招銀證券書面授權不得提供給其他任何人。

對於接收此份報告的美國投資者

本報告僅提供給美國 1934 年證券交易法規則 15a-6 定義的“主要機構投資者”，不得提供給其他任何個人。接收本報告之行為即表明同意接受協議不得將本報告分發或提供給任何其他人。